

DIRITTO DELL'ECONOMIA

www.ilquotidianodiritto.ilssole24ore.com

In breve



FALLIMENTI
Si alla revoca
delle rimesse



Le rimesse sul conto corrente dell'imprenditore successivamente fallito sono legittimamente revocabili quando il conto stesso risulta scoperto secondo il criterio del "saldo disponibile", da determinarsi in ragione delle epoche di effettiva esecuzione di incassi ed erogazioni da parte della banca. Pertanto, in presenza di operazioni di sconto di titoli cambiari con accredito del netto ricavo sul conto corrente, tale saldo va determinato considerando che il cliente acquista l'immediata disponibilità del denaro, accreditato sul conto corrente a fronte della cessione del credito verso terzi, e che l'eventuale mancato buon fine del titolo opera come condizione risolutiva del contratto. (Cassazione, sezione I civile, sentenza n. 15605 del 9 luglio 2014)

TRASFERIMENTO
Sede all'estero,
l'impresa continua

Il trasferimento della sede sociale all'estero, a prescindere dal suo carattere fittizio (che rileva solo ai fini della persistenza della giurisdizione italiana), non comporta l'estinzione dell'ente e quindi - sempre che l'ordinamento dello stato ricevente non ponga regole diverse - non fa venir meno la continuità giuridica della società trasferita. (Cassazione, sezione I civile, sentenza 15596 del 9 luglio 2014)

A CURA DELLA REDAZIONE Lex 24

Decreto crescita. Studio del Notariato: la delibera della società deve indicare in modo specifico la finalità

Bond, in chiaro l'obiettivo-Borsa

Le non quotate hanno ora accesso al mercato obbligazionario

Angelo Busani

Nuove e più agevoli strumentazioni per il finanziamento delle imprese: con queste poche parole può essere riassunta la "filosofia" che ha guidato il legislatore nel riformare (con il Dl 83/2012, il "decreto crescita", convertito in legge 134/2012) la disciplina delle emissioni obbligazionarie da parte delle società non quotate, affinché anch'esse, mediante l'emissione di bond, possano diventare protagonisti del mercato monetario, dal quale in precedenza erano praticamente escluse, essere così beneficiarie di capitali destinati a investimenti di lungo termine.

La situazione di partenza

Per comprendere la novità introdotta dal decreto crescita occorre anzitutto rammentare che, in base all'articolo 2412, comma 1, del Codice civile, la Spa può, di regola, emettere obbligazioni per una somma « complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato ».

Prima del Dl crescita, questo limite quantitativo all'emissione di obbligazioni contenuto nella norma appena riportata, era disapplicabile, ma solamente qualora l'emissione di obbligazioni fosse « effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate a essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati » (articolo 2412, comma 5). In altri termini, la Spa poteva emettere obbligazioni per un importo eccedente il doppio del suo patrimonio netto al congiunto ricorrere di due presupposti: ● l'emissione di obbligazioni fosse effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati; ● si trattasse di obbligazioni destinate a essere quotate in mer-

cati regolamentati.

È chiaro che, con queste limitazioni, una Spa medio piccola di fatto non poteva avere accesso al mercato dei prestiti obbligazionari se non rivolgendosi, in pratica, ai propri soci e comunque per importi assai limitati.

L'intervento legislativo

Di questa situazione ha dunque preso atto il legislatore, che ha voluto imprimere a questa materia una vigorosa svolta: il Dl crescita ha infatti modificato il comma 5 dell'articolo 2412, prevedendo che il limite all'emissione delle obbligazioni, pari al doppio del patrimonio netto, non si applichi « alle emissioni di obbligazioni destinate a essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ».

L'ALTRA «MASSIMA»

Se la quotazione non c'è, vietato distribuire utili fino a che capitale più riserve non eguagliano la metà delle obbligazioni in circolo

ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni ».

Anzitutto, quindi, è scomparso il riferimento al fatto che il superamento del limite del doppio del patrimonio netto fosse riservato alle sole società quotate. Oggi, il limite può essere superato anche dalle emissioni di bond effettuate dalle società non quotate, a condizione che si tratti di obbligazioni "destinate" a essere quotate: ● in un mercato regolamentato (l'unico mercato obbligazionario regolamentato italiano è il Mot, gestito da Borsa Italiana); ● nei sistemi multilaterali di negoziazione (detti anche Mtf, acronimo di *multilateral trading facilities*); questi ultimi sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari già quo-

tati presso una o più borse nazionali (in Italia per la negoziazione delle obbligazioni ci si avvale del sistema ExtraMot oppure di ExtraMot Pro, quest'ultimo però riservato ai soli investitori professionali).

In altri termini, il legislatore ha preso atto che era penalizzante condizionare la libertà di emissione di obbligazioni al duplice requisito che si trattasse di società quotate e di obbligazioni destinate alla quotazione, ritenendo sufficiente il "controllo" che il mercato opera sui prestiti obbligazionari per il fatto di essere quotati, senza che più occorra anche la quotazione dell'emittente.

Il Consiglio nazionale

Al riguardo, in uno Studio del Consiglio nazionale del notariato pubblicato ieri (studio n. 143-2014/1), è stato chiarito che:

- la « destinazione » alla quotazione deve costituire un elemento chiaro ed essenziale del prestito obbligazionario già al momento della delibera di emissione (eventualmente ponendo la quotazione come condizione per l'emissione delle obbligazioni);
- se poi la quotazione non abbia luogo (ovvero le obbligazioni siano oggetto di delisting dopo essere state quotate), si deve ricorrere all'applicazione analogica dell'articolo 2413, comma 2 del Codice civile, per il quale « non possono distribuirsi utili sinché l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguagli la metà dell'ammontare delle obbligazioni in circolazione ».

Ancora, secondo il Notariato, sul punto del significato da attribuire all'espressione « mercati regolamentati » e « sistemi multilaterali di negoziazione », e se cioè ci si possa riferire anche a mercati diversi da quelli comunitari, occorre sposare la soluzione restrittiva.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Come cambiano le regole

COM'ERA

La Spa poteva emettere obbligazioni per un importo eccedente il doppio del suo patrimonio netto al congiunto ricorrere di due presupposti:

- l'emissione di obbligazioni fosse effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati;
- si trattasse di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati.

COM'È DOPO IL DECRETO CRESCITA

La Spa può emettere obbligazioni per un importo eccedente il doppio del suo patrimonio netto al ricorrere di uno dei seguenti due presupposti:

- si tratti di una emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione;
- si tratti dell'emissione di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

LE VOCI IN GIOCO

(Fonte: Borsa Italiana)

01 | MERCATO REGOLAMENTATO

È un mercato mobiliare che possiede i seguenti requisiti: ● regolarità di funzionamento: gli scambi hanno luogo secondo modalità predefinite, sia per quanto riguarda i meccanismi di fissazione del prezzo, sia per quanto riguarda il pagamento e/o il trasferimento del bene oggetto dello scambio; ● approvazione da parte dell'autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento; ● rispetta gli obblighi di trasparenza. L'esercizio di un mercato regolamentato è autorizzato dalla Consob quando il mercato rispetta i requisiti sopra citati, il regolamento del mercato è conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

02 | SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE

Le Multilateral Trading Facilities sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTFs trattano titoli già quotati presso altri mercati.

03 | REVERSE CONVERTIBILE

È un titolo obbligazionario atipico che conferisce al portatore il diritto di ricevere una remunerazione elevata in cambio dell'opzione riconosciuta all'emittente di rimborsare a scadenza il valore nominale oppure un quantitativo di azioni il cui valore è inferiore al capitale investito.

Valenza ampia. Strumenti legati alla performance

«Convertendo» fuori dal limite del doppio del patrimonio netto

Il "decreto crescita" liberalizza l'emissione di obbligazioni da parte delle Pmi anche sotto un altro profilo, rispetto all'emissione di bond per la quotazione. Il nuovo comma 5 dell'articolo 2412 del Codice civile sancisce infatti che il limite all'emissione di obbligazioni, pari al doppio del patrimonio netto, possa essere superato nel caso di emissione « di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni », cioè dell'emissione, da parte di qualsiasi Spa, di titoli obbligazionari convertibili in azioni.

La deroga dettata per le obbligazioni convertibili si caratterizza, oltre che per favorire il finanziamento della società, anche in funzione di dare al titolare di capitale di credito un incentivo all'accesso al capitale di rischio.

Il Codice civile

La formulazione generica dell'articolo 2412 consente di riferire l'esenzione (rispetto al limite rappresentato dal doppio del patrimonio netto) sia alle obbligazioni che danno il diritto di acquisire (ovvero di sottoscrivere) azioni della stessa società che emette il bond, sia a quelle che danno il diritto di acquisire azioni di altra società; si tratta pertanto:

- del cosiddetto "procedimento diretto" di conversione con modifica del capitale sociale, e cioè dei prestiti obbligazionari che danno il diritto di convertire il credito dell'obbligazionista al rimborso del capitale con azioni di nuova emissione della stessa società emittente;
- del cosiddetto "procedimento indiretto" di conversione con modifica del capitale sociale, e cioè dei prestiti obbligazionari che danno il diritto di convertire il credito dell'obbligazionista al rimborso del capitale con azioni già emesse e detenute in portafoglio dall'emittente;
- del cosiddetto "procedimen-

to indiretto" di conversione, con o senza modifica del capitale sociale, e cioè dei prestiti obbligazionari che danno il diritto di convertire il credito dell'obbligazionista al rimborso del capitale con azioni di nuova emissione (o già emesse) di società diversa dall'emittente, che sono però nella disponibilità della società emittente medesima.

Il convertendo

Resta, infine, da chiedersi se tutto quanto precede sia riferibile anche all'emissione in gergo finanziario nota come "prestito convertendo" o, con linguaggio anglosassone, come *reverse convertible*, e cioè alle operazioni caratterizzate dal fatto che la conversione delle obbligazioni in azioni: a) è frutto dell'esercizio di un'opzione da parte della società emittente (e non già del soggetto titolare dei bond), ovvero: b) avviene in via automatica alla scadenza del prestito per effetto del superamento di parametri o indici di riferimento predeterminati nel regolamento dei titoli.

Secondo lo Studio del Consiglio nazionale del notariato n. 143-2014/1, dato che l'esercizio della facoltà, da parte dell'emittente, di convertire il prestito in azioni, avviene verosimilmente tenendo conto anche dell'andamento economico della società emittente, non vi dovrebbe essere ragione per ritenere l'emissione dei *reverse convertible* sottratta al limite del doppio del patrimonio netto, in quanto, ai sensi dell'articolo 2411, comma 3, del Codice civile, tutto il disposto dell'articolo 2412, e quindi pure il suo quinto comma, si applica anche « agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società ».

A. BU.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

UNBELIEVABLE!

Il SOLE 24 ORE e il corso d'inglese BBC a soli 1 euro e 50.



L'autorevole corso d'inglese con quotidiano, dvd o cd-rom sempre inclusi nel prezzo di 1,50€*

Completa il corso. Non perdere l'appuntamento del sabato: libro acquistabile separatamente a soli 6,90€**

Un'opera completa in più livelli dal Beginner all'Avanzato. Un metodo didattico unico, facile e piacevole per tutti firmato BBC: il network inglese famoso nel mondo per la sua autorevolezza.

www.ilssole24ore.com/bbc

OGNI GIORNO: Oltre 10 ore di video-lezioni con fiction

OGNI VENERDÌ: Oltre 14 ore di audio-video, test e vocabolario

OGNI SABATO: Più di 2.000 tra esercizi e prove, spiegazioni grammaticali e dialoghi



Il primo quotidiano digitale

* Prezzo € 1,50 (Biblioteca Multimediale del Sole 24 Ore € 69€ 0,10 - Il Sole 24 Ore € 69€ 0,10 - Il Sole 24 Ore € 1,40) NON VENDIBILE SEPARATEMENTE. L'opera è composta da 30 dvd, 30 cd e 30 libri. ** Una al prezzo del quotidiano